

美国铜关税裁定在即：三种情景下的价格与库存影响——基于CL价差与全球库存分布的情景推演（2026年9月28日）

核心观点

9月28日是美国对精炼铜“232条款”关税的90天法定裁定期限。截至9月25日，COMEX对LME价差（CL价差）已自8月25日峰值782.7美元/吨大幅收窄至316美元/吨，9月28日亚洲时段进一步回落至237美元/吨，显示市场正提前押注“不征税”。三种情景的概率与方向：落地征税约30%、明确不征约45%、继续推迟约25%。三者方向截然相反——征税重启“虹吸”、外强内弱；不征则区域溢价加速归零、美铜补跌；推迟则区间震荡。国内极低库存与深度负TC构成坚实底部，沪铜抗跌性有望优于外盘，中枢保持相对坚挺。

一、政策背景与最新进展

2025年2月，美国依据《1962年贸易扩展法》第232条款对铜启动国家安全调查；2026年6月30日复审报告建议自2027年1月起对精炼铜征收15%关税、2028年提高至30%。9月10日路透社报道白宫尚未决定，关税计划一度停滞，9月28日则为90天法定截止日。受预期反复影响，CL价差剧烈波动：2025年7月峰值近3,000美元/吨，2026年8月25日再度冲高至782.7美元/吨，随后因“关税预期降温”集中挤出。截至9月25日，COMEX铜收677.75美分/磅，LME 3M铜收14,625.5美元/吨；沪铜主力（CU2611）节前收110,130元/吨。

二、三种情景推演

两种政策取向将引导价格与库存走向相反的极端，情形对比如表1。

表1 美国铜关税三种情景推演对比

情景	概率	CL价差	COMEX铜	LME铜	库存流向
一、落地征税	约30%	重新走阔	相对偏强	承压走弱	继续流向美国
二、明确不征	约45%	加速收敛	补跌	相对坚挺	回流非美市场
三、继续推迟	约25%	区间震荡	窄幅波动	窄幅波动	节奏放缓不逆转
对沪铜影响	—	—	先跟跌后修复	相对抗跌	低库存缓冲

来源 华鑫期货研究所

情景一（落地征税）：重启“COMEX虹吸”。全球可交割铜加速流向美国，CL价差重新走阔；COMEX受区域溢价支撑表现相对偏强，LME因非美供应相对宽松而承压，整体呈现“外强内弱”格局，美国库存进一步累积、非美库存更趋紧张。

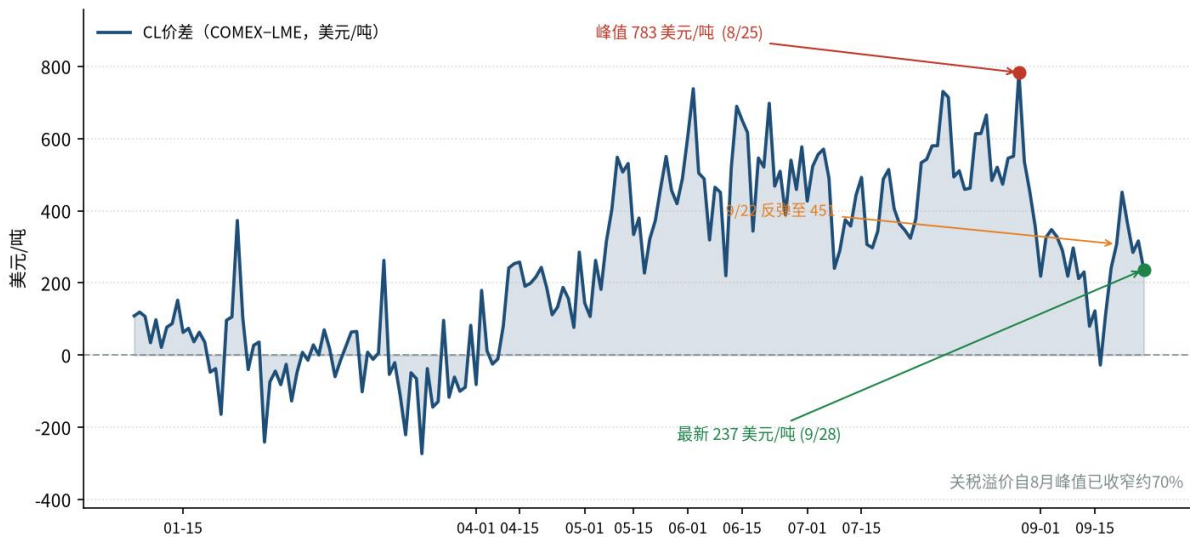
情景二（明确不征）：区域溢价加速归零。套利与囤货头寸集中平仓，CL价差快速收敛甚至转负；COMEX补跌幅度相对更大，LME相对坚挺，沪铜短期承压后回归基本面，前期流入美国的库存存在回流非美的可能。

情景三（继续推迟）：不确定性延续。CL价差维持区间震荡，内外盘窄幅波动，流向美国的节奏放缓但不逆转，市场进入“等待模式”。

三、价格影响分析



图1 COMEX-LME 铜价差（CL价差）走势：2026年1月—9月28日



其一，价差层面：CL价差是关税预期的“温度计”。征税则走阔、不征则归零、推迟则震荡。当前价差水平已隐含一定的关税溢价预期，若“不征”兑现，该类溢价仍有进一步挤出空间。

其二，绝对价格：COMEX弹性最大，LME次之；沪铜因进口依赖度高、且国内库存极低，抗跌性相对较强。

其三，内外传导：沪伦比值与进口盈亏决定传导效率。当前洋山溢价131美元/吨、进口窗口时有打开，国内对海外定价的敏感度上升。

四、库存影响分析

全球铜显性库存高度集中于美国（表2、图2）。COMEX库存约69.9万吨（770,883短吨），占三大交易所总库存约70%；LME库存25.2万吨，其中注销仓单12.96万吨、占比高达51.5%，可交割货源偏紧；上期所库存4.71万吨、注册仓单仅1.66万吨；中国社会库存7.93万吨（年内新低）、保税区2.37万吨。

表2 全球铜库存分布（最新）

地区 / 口径	库存	单位	备注
美国 COMEX	69.9	万吨	占三大交易所约70%，续增
LME（欧洲/亚洲）	25.2	万吨	注销仓单占比51.5%
上期所（中国）	4.71	万吨	注册仓单仅1.66万吨
中国社会库存	7.93	万吨	年内新低，持续去化
中国保税区	2.37	万吨	洋山溢价131美元/吨

数据来源WIND 华鑫期货研究所

图2 全球铜库存分布：美国占三大交易所总库存约70%

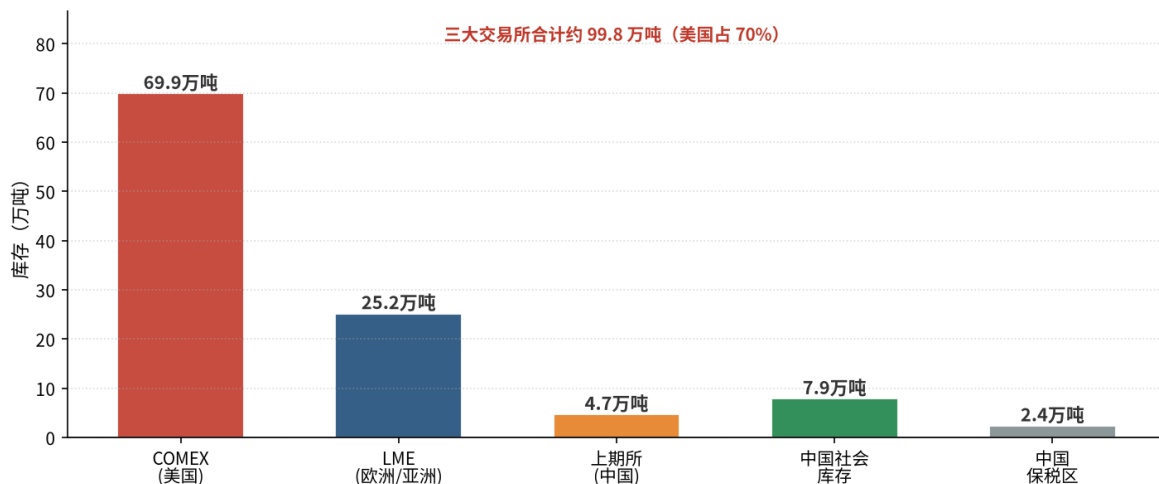


图2 全球铜库存分布（美国占三大交易所总库存约70%） 数据来源WIND 华鑫期货研究所

若征税，美国“堰塞湖”继续加高，非美挤仓风险抬升；若不征，美国超额库存面临回流，非美供应压力缓解。

五、国内影响与操作建议

国内基本面偏强：铜精矿TC降至-224.63美元/吨（历史新低），冶炼现货利润转负，原料端约束深化；社会库存与仓单持续去化，现货升水升至1,400元/吨。操作上，事件明朗前宜控制敞口、降低仓位；若“不征”落地、美铜补跌拖累沪铜，可关注逢低做多的机会；若“征税”落地、CL价差走阔，可关注内外反套（买LME/卖COMEX）及沪伦比价修复机会。具体入场价位视届时盘面而定，本报告不作具体价格预测。

风险提示

政策落地时点与税率超预期、宏观情绪与美元大幅波动、下游需求不及预期、地缘政治风险。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货



华鑫研究（鑫期汇）

